

## Tilburg University

### **De betekenis van de niet-geldscheppende financiële instellingen en de effectiviteit van de monetaire politiek**

Sijben, J.J.

*Published in:*  
Maandschrift Economie

*Publication date:*  
1969

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

*Citation for published version (APA):*

Sijben, J. J. (1969). De betekenis van de niet-geldscheppende financiële instellingen en de effectiviteit van de monetaire politiek. *Maandschrift Economie*, 33(4), 153-178.

#### **General rights**

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

#### **Take down policy**

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

# ECONOMIE

Tijdschrift voor Algemeen Economische  
Bedrijfs-Economische en Sociale Vraagstukken

Drie en dertigste jaargang

No. 4

januari 1969

## DE BETEKENIS VAN DE NIET-GELDSCHEPPENDE FINANCIËLE INSTELLINGEN EN DE EFFECTIVITEIT VAN DE MONETAIRE POLITIEK

door

drs. J. J. SIJBEN

### 1. *Inleiding:*

De laatste jaren geven de economen die de monetaire problematiek bestuderen zich steeds meer rekenschap van de groeiende betekenis van de niet-geldscheppende financiële instellingen in de meeste Westerse volkshuishoudingen. De werking van de financiële markten in de Verenigde Staten werd reeds in talrijke studies onderzocht. Onlangs hebben ook in Europa enkele onderzoeken plaats gevonden m.n. de "Capital Market" (1967-1968) studies van de O.E.C.D. en de studies uitgevoerd door vier belangrijke banken: "Capital Markets in Europe", (A study of markets in Belgium, West Germany, The Netherlands and the United Kingdom, by the Economic Research Group of Amsterdam-Rotterdam Bank, Deutsche Bank, Midland Bank and the Société Général de Banque, 1966). Deze belangstelling volgde vooral in de jaren vijftig na de empirische onderzoeken, die door R. W. Goldsmith werden verricht betreffende de functie van de niet-monetaire financiële instellingen ('non-bank financial intermediaries') in de Verenigde Staten sinds 1900. De voornaamste conclusie van deze studie was de dispariteit in de groeivoeten van de financiële activa van de geldscheppende- en van de niet-geldscheppende instellingen. Het aandeel van de handelsbanken in de totale activa van alle financiële instellingen is gedaald van 53% in 1900 tot 34% in 1952 <sup>1)</sup>. Dat deze ontwikkeling zich heeft voortgezet blijkt uit het feit dat van 1952-1957 de totale financiële activa van de handelsbanken met 16,7%

<sup>1)</sup> R. W. Goldsmith: Financial Intermediaries in the American Economy since 1900, Princeton N.Y. 1958, p. 73-78.

zijn toegenomen, terwijl het stijgingspercentage voor de niet-bancaire-financiële instellingen 58,8 bedroeg <sup>2)</sup>).

De problemen welke deze niet-monetaire financiële instellingen doen rijzen, vooral t.a.v. de effectiviteit der monetaire politiek, werden reeds in een groot aantal (in het bijzonder Amerikaanse) publicaties naar voren gebracht. Een criterium voor de effectiviteit van een bepaald monetair beleid is de mate waarin de monetaire autoriteiten er in slagen via geldpolitieke maatregelen de bestedingen te reguleren <sup>3)</sup>. De bestedingen in de volkshuishouding worden echter niet uitsluitend bepaald door de beschikbare hoeveelheid maatschappelijke liquiditeiten, maar evenzeer door het aantal malen dat een liquiditeitseenheid van hand tot hand gaat, m.a.w. door de omloopsnelheid van het geld. Het gaat dus in feite om de koopkrachtstroom welke zich stelt tegenover het aanbod van goederen en diensten.

Dit artikel is gewijd aan de problemen die samenhangen met de wijze waarop de financiële instellingen buiten het algemene bankwezen in de Verenigde Staten, de uitwerking van een restrictief monetair beleid, gevoerd door het Federal Reserve System, kunnen dwarsbomen of afzwakken en welke maatregelen genomen zouden kunnen worden teneinde deze effectiviteit te vergroten.

## 2. *Geldscheppende en niet-geldscheppende instellingen.*

Stelde Macleod dat de bank haar functie vindt in de kredietschepping en legde ook Hawtrey de nadruk op de kredietverlening, het is voor het eerst Hahn die twee soorten van financiële instellingen onderscheidt. Wel ziet Hahn de kredietschepping als een der wezenlijke functies van het bankwezen, maar hij zegt dat er ook instellingen zijn die weliswaar geen kredietscheppend vermogen bezitten en toch de naam bank dragen (spaarbank, hypotheekbank) <sup>4)</sup>.

Voor onze verdere analyse maken wij hier een onderscheid tussen de financiële instellingen buiten het geldscheppende bankwezen en de geldscheppende of monetaire instellingen.

Indien in de tekst wordt gesproken over de niet-geldscheppende of niet-bancaire financiële instellingen, hebben we steeds op het oog die instellingen, waarvan een gedeelte der passiva een semi-liquiditeitskarakter draagt en als geld-substituten fungeert. („mutual savings banks”, „savings and loan associations”, „credit unions”). De levensverzekerings-

<sup>2)</sup> W. L. Smith: Some unsettled issues in monetary policy, in Money, Financial Institutions and the Economy 1965, p. 339.

<sup>3)</sup> M. P. Gans: De handelsbank als financiële instelling, 1965, p. 79.

<sup>4)</sup> F. de Roos: De algemene banken in Nederland, 1962, p. 10-16.

maatschappijen en pensioenfondsen worden hierbij buiten beschouwing gelaten en gerangschikt onder de groep „andere financiële instellingen”.

De monetaire instellingen worden gekenmerkt door het feit dat zij de maatschappelijke geldhoeveelheid kunnen vergroten. Hun direct opeisbare verplichtingen hebben een dusdanig liquiditeitskarakter, dat men er dagelijks d.m.v. cheques en of overschrijvingen over kan disponeren. Met deze girale tegoeden kunnen de houders op ieder ogenblik een koopkrachtige vraag uitoefenen.

Deze instellingen verstrekken aan de economische subjecten een bijzondere vorm van financiële activa, die als uiteindelijk betaalmiddel kunnen worden aangewend.

Voor een monetaire beschouwing is het gewenst de financiële instellingen buiten het geldscheppende bankwezen in twee groepen te splitsen nl. enerzijds de spaarinstellingen (in de Verenigde Staten de „savings and loan associations” en de „mutual savings banks”) anderzijds de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen.

De eerstgenoemde instellingen houden zich voornamelijk bezig met het aantrekken van spaargelden die, hoewel zij wettelijk geen direct opvraagbare tegoeden zijn, in de praktijk vrijwel onmiddellijk kunnen worden terugbetaald. Benavie merkt op „. . . the amount and timing of additions to or withdrawals from the account are at the discretion of the account holder”<sup>5)</sup>. De passiva van deze spaarinstellingen evenals de spaar- en termijndeposito's bij de handelsbanken dragen een semi-liquiditeitskarakter („near monies”), maar maken geen deel uit van de maatschappelijke geldhoeveelheid. Men kan deze toevertrouwde middelen beschouwen als vorderingen op financiële instellingen, in handen van het publiek, die op vrij korte termijn, zonder veel kosten en koersrisico, en masse, in primaire liquiditeiten kunnen worden omgezet. Deze middelen zijn te vergelijken met de inactieve kassaldi, die uit hoofde van het voorzorgs- of anticipatiemotief worden aangehouden. In de Verenigde Staten is vooral in de vijftiger jaren de geneigdheid ontstaan, zowel in de sector van het bedrijfsleven als in de particuliere sector, om in de behoeften aan beschikbare middelen te voorzien door het aanhouden van wat men in Nederland secundaire liquiditeiten pleegt te noemen. In de Verenigde Staten is deze benaming weinig gebruikelijk. Men bedoelt echter hetzelfde wanneer men daar spreekt van „other liquid assets” of „money substitutes”. Bedoelde geneigdheid is sterk gestimuleerd doordat het aantal mogelijkheden tot het aanhouden van deze secundaire liquiditeiten aanmerkelijk toenam, en later ook doordat een hogere rentevoet het rende-

---

<sup>5)</sup> A. Benavie: Intermediaries and monetary policy, Bureau of Business Research, Michigan 1965, p. 5.

ment dat met deze secundaire liquiditeiten kon worden verkregen aantrekkelijker maakte.

De Amerikaanse spaarinstellingen (zowel de „savings and loan associations” als de „mutual savings banks” en „credit unions”) kan men vergelijken met onze spaarbanken, alhoewel de Nederlandsche Bank tot 1964 de spaartegoeden bij de traditionele spaarinstellingen niet als secundaire liquiditeit heeft beschouwd. Sedert 1964 onderscheidt de Nederlandsche Bank het eigenlijke spaargeld (de omloopsnelheid van deze spaartegoeden is kleiner dan 0,5) en het oneigenlijke spaargeld. Deze laatste categorie van spaargelden heeft een gemiddelde omloopsnelheid die groter is dan 0,5 en deze gelden bezitten veeleer het karakter van een tijdelijke liquiditeitsreserve. Voor elke 0,10 dat de omloopsnelheid hoger is dan 0,5 wordt 5% van de spaartegoeden als oneigenlijk spaargeld aangemerkt en daarmee naar de groep secundaire liquiditeiten verwezen <sup>6)</sup>.

De „savings and loan associations” zouden als een soort hypotheekbanken beschouwd kunnen worden, met dien verstande dat deze banken zoals wij die in Nederland kennen, in de Verenigde Staten praktisch niet voor komen. Men zal zich nu afvragen, hoe een spaarinstelling met tegoeden die op vrij korte termijn opvraagbaar zijn, hypothecaire geldleningen kan verstrekken. Dit wordt o.a. mogelijk gemaakt door een wettelijke verzekering van de deposito's tot \$ 10.000 (Federal Deposit Insurance Corporation en de Federal savings and loan Insurance Corporation), waardoor de spaarder zich geen al te grote zorgen behoeft te maken over de soliditeit van deze instellingen. Verder moet rekening worden gehouden met het regeringsinstituut voor overneming van hypotheekleningen. Dit is een centrale bank voor de hypotheekmarkt (Federal Home Loan Bank), waarop de „savings and loan associations” een beroep kunnen doen indien ze in liquiditeitsmoeilijkheden zouden komen waardoor ze aan eventuele grote opvragingen van tegoeden altijd kunnen voldoen <sup>7)</sup>.

Enig inzicht in de hypotheekmarkt van de Verenigde Staten geven de volgende tabellen:

---

<sup>6)</sup> Zie H. W. J. Bosman: De monetaire betekenis van niet-geldscheppende instellingen, Bank en Effectenbedrijf, dec. 1965, p. 4-5.

W. Eizenga: Het liquiditeitskarakter van spaartegoeden, Haarlem, 1967, p. 10.

L. F. van Muiswinkel: De monetaire betekenis van financiële instellingen, Haarlem 1968, p. 4.

<sup>7)</sup> P. M. Horvitz: Monetary Policy and the Financial System, 1963, p. 101-109.

Totaal bedrag aan uitstaande hypotheke, per 31 december 1966<sup>8)</sup>.

<i>Instellingen</i>	Bedrag	
	(in milj. dollars)	percentage
Alle instellingen	347,3	100
Voornaamste financiële instellingen	280,6	80,8
Savings and loan associations	114,2	32,9
Levensverzekeringsmaatschappijen	64,8	18,7
Handelsbanken	54,4	15,7
Mutual savings banks	47,2	13,6
Alle andere instellingen	66,7	19,2

Verhouding van hypotheke tot totale activa van de belangrijkste soorten van financiële instellingen.

<i>Instellingen</i>	Totale activa in milj. dollars	% van de activa in Hypotheken
Savings and loan associations	134,0	85,2
Levensverzekeringsmaatschappijen	166,9	38,8
Handelsbanken	403,4	13,4
Mutual savings banks	61,0	77,4

De passiva van de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen missen dit karakter van secundaire liquiditeit, zodat omzettingen van geld in genoemde passiva en omgekeerd als gevolg van wijzigingen in de rentevoet zich hier niet voordoen<sup>9)</sup>.

De besparingen die naar de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen vloeien, verschillen van die bij de spaarinstellingen en de algemene banken in een viertal opzichten.

De stroom van deze besparingen is vrij constant, omdat zij gebaseerd zijn op contractuele verplichtingen. Daardoor is de toe- of afvloeiing van

<sup>8)</sup> Bron: Federal Reserve Bulletin, juli 1968.

<sup>9)</sup> A. J. J. Smulders: Pressiegroepen en inflatie in de Verenigde Staten, diss. Tilburg 1963, p. 155.

spaargelden naar deze instellingen veel minder afhankelijk van mutaties in het inkomen of in de rentestand dan dit bij spaarinstellingen het geval is. Verder hebben de besparingen die naar deze instellingen vloeien veel meer het karakter van dynamische besparingen <sup>10)</sup> d.w.z. het is een doel-sparen op lange termijn. Tenslotte zijn deze middelen moeilijker terug te trekken dan die welke naar de deposito-instellingen stromen, waardoor een relatief groot deel op langere termijn kan worden uitgezet. (obligaties van overheid en bedrijfsleven en hypotheeken).

Het algemene of geldscheppende bankwezen onderscheidt zich dus van de andere intermediaire financiële instellingen in het betalingsverkeer, doordat deze algemene banken de maatschappelijke geldhoeveelheid kunnen vergroten binnen de grenzen bepaald door hun kas- en liquiditeitspercentages. Indien de liquiditeiten van de gezamenlijke handelsbanken toenemen, dan kunnen deze laatste hun deposito's in sterkere mate uitbreiden dan de toename van hun liquide reserves bedraagt, omdat de kredietexpansie slechts tot een betrekkelijk gering verlies van liquiditeiten aanleiding geeft. Dit geldt in het bijzonder voor de Verenigde Staten, omdat daar het girale geldverkeer zo algemeen verbreid is. <sup>11)</sup>

De financiële instellingen buiten het geldscheppende bankwezen vervullen enkel een kredietbemiddelende functie d.w.z. zij verstrekken indirecte financiële activa aan de binnenlandse economische subjecten door de omzetting van kasmiddelen in vorderingen op henzelf en lenen deze opgenomen geldmiddelen weer opnieuw uit. (Directe financiële activa worden verkregen indien de particulieren over gaan tot rechtstreekse aankopen van verhandelbare waardepapieren). Zij zijn bemiddelaars in het kapitaalverkeer en kanaliseren de besparingen naar bepaalde sectoren van de volkshuishouding. Men spreekt in dit verband ook wel van secundaire banken of kredietdoorgevende instellingen.

J. Gurley en E. Shaw fulmineren tegen de bovenstaande traditionele dichotomie in de monetaire theorie. Zij stellen, dat het onjuist is te beweren dat de algemene banken een speciale groep vormen omdat zij leenfondsen kunnen creëren, terwijl de andere financiële instellingen alleen maar bestaande middelen zouden overdragen. De voor de financiering ter beschikking gestelde fondsen worden volgens deze auteurs steeds gecreëerd door de economische subjecten met een surplus en nooit door

---

<sup>10)</sup> A. Benavie: Intermediaries and monetary policy, Bureau of Business Research, Michigan, 1965, p. 7.

<sup>11)</sup> N. J. Polak: Enige grondslagen voor de financiering der onderneming negende druk 1950, p. 19.

<sup>12)</sup> De girale component van de maatschappelijke geldhoeveelheid bedroeg ultimo 1967, 78%; in Nederland nagenoeg 55%.

de financiële instellingen zelf.<sup>12)</sup> Deze these van genoemde schrijvers berust op hun statische beschouwingwijze, waarbij ze de uiteindelijke evenwichtssituatie beschrijven, en in die omstandigheden is alleen de ex-post opvatting van de besparingen van belang. Zij definiëren het begrip leenfondsen als besparingen in ex-post betekenis.

Het is duidelijk dat in een evenwichtstoestand op het einde van een periode de door sommige economische subjecten aangehouden kasmiddelen zich voordoen als een vorm van een liquiditeitssurplus dat door bemiddeling van de banken geleend zal worden aan de subjecten met een tekort. Maar hier staat tegenover dat deze vorming van besparingen een geïnduceerd karakter kan hebben d.w.z. deze besparingen kunnen tijdens de periode zijn ontstaan door inkomensveranderingen, die zelf het gevolg zijn van bestedingen door subjecten met een tekort. Zonder hun deficitaire bestedingen en zonder de geldcreatie door de algemene banken en of ontpottingen zou er geen additionele spaarvorming zijn geweest. Juist door het geldscheppende vermogen van de monetaire instellingen wordt het o.a. mogelijk gemaakt dat de ex-post besparingen de ex-ante besparingen kunnen overtreffen.

Een kredietverlening betekent voor de niet geldscheppende instellingen een verlies aan kasmiddelen, waardoor hun vermogen om verdere kredietfaciliteiten toe te staan wordt beperkt door de omvang van de door deposanten toevertrouwde middelen. M.a.w. de passiva-activiteiten gaan steeds aan de activa-verrichtingen vooraf, waardoor deze instellingen niet in staat zijn kredieten te creëren op een wijze zoals dit bij de geldscheppende banken het geval is. Elk netto bedrag aan kapitaalverstrekkingen moeten deze instellingen eerst verkrijgen alvorens zij het kunnen uitlenen.<sup>13)</sup> Een additionele kredietverlening zal steeds leiden tot een aantasting van de liquiditeit in absolute zin.

Bij de algemene banken daarentegen kan de kredietnemer over een direct opeisbaar tegoed beschikken. Deze instellingen bezitten een vermogen tot „multiple credit creation”, daar de kredietnemers slechts voor een klein gedeelte over de toegestane kredieten in chartale vorm beschikken. De automatische werking van het betalingsmechanisme zal er toe leiden dat binnen zeer korte tijd de bij de kredietverlening aan een bepaalde bank onttrokken kasmiddelen weer naar het bankwezen in zijn geheel terugvloeien. Smith spreekt in dit verband van een „built-in feature of our payments mechanism, and it is for this reason that their

---

<sup>12)</sup> J. G. Gurley en E. S. Shaw: Financial intermediaries and the saving-investment process, in Readings in Money, National Income and Stabilization Policy, 1965, p. 150-155.

<sup>13)</sup> Netto bedrag wordt hier gebruikt, daar deze instellingen ook middelen verkrijgen uit aflossingen die dan weer opnieuw kunnen worden uitgeleend.



distinctive role as the issuers of means of payment gives commercial banks a peculiar ability to expand credit".

Ten aanzien van de andere financiële intermedia is het veeleer zo gesteld dat deze instellingen participeren in het proces van kredietexpansie voorzover de geldcreatie door het algemene bankwezen aanleiding geeft tot een vergroting van de bestedingen, inkomens en besparingen. Een deel van de besparingen, gegenereerd door het proces van inkomens-expansie, zal naar deze niet-geldscheppende instellingen vloeien en gebruikt worden voor de financiering van een nieuwe inkomensexpansie. Deze „credit expansion” is volgens Smith een „by-product of their function of channelling this saving into investment”.<sup>14</sup>

De gezamenlijke leningen verstrekt door deze niet-monetaire instellingen hebben aldus een „multiplicator effect” op hun passiva. Deze multiplicator werkt via de inkomensstromen, terwijl de multiplicator van de bankdeposito's veel meer tot uitdrukking komt via de betalingsstromen. Het „multiplicator effect” van de niet-monetaire instellingen is afhankelijk van het usantiële kaspercentage dat deze instellingen tegenover hun verplichtingen aanhouden en van het gedeelte van hun kredietverlening dat wederom terugvloeit in de vorm van nieuw aangetrokken spaargelden.<sup>15)</sup>

### 3. *Niet-geldscheppende instellingen en de monetaire politiek.*

Vanwege hun geldscheppend karakter zijn de algemene banken de meest geschikte instellingen om een uitbreiding van de bestedingen en van het inkomen te financieren. Daarom zijn hun kredietactiviteiten sedert lange tijd onderworpen aan het toezicht van de monetaire autoriteiten. Door verschillende auteurs is de afgelopen jaren in de Amerikaanse literatuur naar voren gebracht, dat de relatief snelle groei van de financiële intermedia buiten het algemene bankwezen, de effectiviteit van een restrictieve monetaire politiek aanzienlijk kan verzwakken.

Dit vanwege het feit, dat de conventionele instrumenten van monetaire politiek (disconto- en openmarktpolitiek, wijziging van de kasverhoudingen etc.) weinig of hoogstens alleen een indirecte invloed hebben op de gesties van de niet-geldscheppende instellingen. Deze economen stel-

---

<sup>14)</sup> W. L. Smith: Some unsettled issues in monetary policy, in Money, Financial Institutions and the Economy, 1965, p. 340.

<sup>15)</sup> R. S. Thorn: Non-bank Financial intermediaries, credit expansion and monetary policy, I. M. F. Staff Papers 1957, p. 371. Voor een uitvoerige analyse van de kredietvermenigvuldiger bij geldscheppende- en niet geldscheppende instellingen zie: W. P. Hogan: Monetary policy and financial intermediaries, The Economic Record, dec. 1960, p. 520-525.

len dan ook voor deze instellingen aan een monetair toezicht te onderwerpen zoals bij de geldscheppende banken het geval is. <sup>16)</sup>

Een groot deel van de discussies omtrent de invloed van deze financiële tussenschakels is vooral geconcentreerd op het feit dat de orthodoxe monetaire politiek, die alleen betrekking heeft op het reguleren van de maatschappelijke geldhoeveelheid, wordt doorkruist, doordat genoemde instellingen in toenemende mate een snelle stijging van de omloopsnelheid van het geld kunnen bewerkstelligen. Sinds 1950 valt er een voortdurende daling te bespeuren van de geldhoeveelheid, uitgedrukt als percentage van het bruto nationaal product. Dit betekent dat het algemene bankwezen een steeds minder belangrijk element is gaan vormen in de financiering van de economische bedrijvigheid (zie tabel I blz. 177).

De groei- en de verscheidenheid van de niet-geldscheppende instellingen heeft er toe geleid dat de effectieve vraag gehandhaafd bleef en zelfs kon toenemen zonder een dienovereenkomstige stijging van de geldhoeveelheid.

In tijden van een restrictief monetair beleid, zal een verhoging van de rentevoet teneinde een bestedingsexpansie af te remmen tot gevolg hebben dat de liquiditeitsvoorkeur der particulieren uit hoofde van het speculatiemotief afneemt. Vroeger opgepote girale geldmiddelen bij de algemene banken zullen dan worden omgezet in spaardeposito's bij de spaarbanken. Dit vanwege het feit dat genoemde deposito's betere substituten vormen voor de handelsbanktegoeden dan de passiva van de „andere financiële instellingen”, zoals levensverzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen. Door deze omzettingmogelijkheden wordt de elasticiteit van de vraag naar geld vergroot. <sup>17)</sup> De additioneel toe-  
vertrouwde middelen worden door de spaarinstellingen in de actieve sfeer gebracht, waardoor de omloopsnelheid van het geld toeneemt. Bosman spreekt in dit verband van een „doorstromingseffect”, (hetwelk eveneens kan optreden bij de hypotheekbanken van het Nederlandse type, aangezien deze opgepote saldi ook geconverteerd kunnen worden in nieuw uitgegeven pandbrieven). <sup>18)</sup> De niet-geldscheppende instellingen kunnen op deze wijze een efficiënte bron zijn van inactieve geldmiddelen voor de potentiële besteders, die door het restrictieve beleid der monetaire autoriteiten geen nieuw geld kunnen verkrijgen.

<sup>16)</sup> W. A. Morton: The changing functions of monetary policy, Essays in monetary policy, Columbia 1965, p. 57-109. J. Gurley en E. Shaw: Financial aspects of economic development, American Economic Review, sept. 1955, p. 515-538. D. Alhadeff: Credit controls and financial intermediaries, American Economic Review, 1960, p. 655-671.

<sup>17)</sup> George Katona: The powerful consumer, New York 1960, p. 177.

<sup>18)</sup> H. W. J. Bosman: De monetaire betekenis van niet-geldscheppende instellingen, Bank en Effectenbedrijf, dec. 1965, p. 5.

Deze „shift” in de deposito's van geldscheppende - naar niet-geldscheppende instellingen betekent zo een netto toename van het krediet en brengt tevens met zich mee een verschuiving in de verdeling van het krediet ten gunste van de kredietsoort waarin die betreffende instelling is gespecialiseerd. Smith zegt hierover „I suggest that when credit conditions are tightened and the creation of new money through the banking system is restricted, the financial machinery of the country automatically begins to work in such a way as to mobilize the existing supply of money more effectively, thus permitting it to do most of the work that would have been done by newly created money had credit conditions been easier”.<sup>19)</sup>

Het afvloeien van tegoeden bij handelsbanken naar de spaarinstellingen wordt vooral gestimuleerd in tijden van stijgende en hoge rentevoeten. Dit is te verklaren uit het feit, dat deze spaarinstellingen in de Verenigde Staten niet gebonden zijn aan de renteplafonds die gelden voor de spaaren termijndeposito's bij de algemene banken en die vermeld zijn in tabel II (blz. 178). De spaarbanken kunnen de deposanten een aantrekkelijke rente bieden daar zij veel hypothecaire kredieten verstrekken waarvan de rente vrij hoog is<sup>20)</sup>.

Wij zullen nu enkele mogelijke verschuivingen in de financiële activa die vooral in tijden van kredietschaarste worden gestimuleerd, nader analyseren en nagaan welke invloed hiervan uitgaat op de uitwerking van een bepaald monetair beleid.

I. De meest frequent genoemde wijze waarop de niet-bancaire financiële instellingen de effectiviteit van de moneraire politiek kunnen verzwakken betreft de hiervoor reeds vermelde omzetting van handelsbanktegoeden in geld-substituten bij de spaarinstellingen (The Gurley-Shaw Thesis). Smith brengt dit duidelijk naar voren, waar hij stelt, „As interest rate rise on primary securities, intermediaries may rise the interest rates they offer to holders of their claims in order to attract an increased flow of funds. To the extent that their claims are close substitutes for money - such as savings deposits and saving and loan shares - the more attractive terms may induce holders of money to shift to such claims.

If the intermediaries hold their reserves in the form of deposits in commercial banks, this shift increases the lending power of interme-

<sup>19)</sup> W. L. Smith: On the effectiveness of monetary policy, American Economic Review, sept. 1956, p. 588-606.

<sup>20)</sup> Per ultimo 1966 bedroeg het aandeel van de hypothecaire beleggingen in de totale activa van de Savings and loan associations en van de Mutual savings banks resp. 85% en 77%.

diaries without reducing that of banks, thus increasing the supply of loanable funds".<sup>21)</sup>

Bovengenoemde omzettingen hebben uiteraard geen invloed op het kredietpotentieel van de algemene banken, daar het hier alleen een wijziging betreft in het houderschap van bestaande crediteurensaldi. De kredietcapaciteit van de niet-geldscheppende instellingen wordt daarentegen uitgebreid met dat gedeelte van de aangetrokken middelen dat deze instellingen niet genoodzaakt zijn als reserve aan te houden in de vorm van chartaal geld en/of girale tegoeden bij de algemene banken.

Immers in de praktijk zullen de spaarinstellingen een deel van de additioneel toevertrouwde middelen niet uitlenen, maar gebruiken voor een versterking van de liquiditeitspositie, hetzij in de vorm van tegoeden bij de algemene banken (en of centrale bank) hetzij in de vorm van vorderingen die zeer snel bij de centrale bank gemobiliseerd kunnen worden (kortlopend overheidspapier). Ultimo 1966 bedroeg het liquiditeitspercentage (kasmiddelen plus kortlopend overheidspapier t.o.v. spaardeposito's) 10,4 bij Mutual savings banks en 9,8 bij de Savings- and loan associations.<sup>22)</sup>

II. Omzettingen van spaar- en termijndeposito's bij de algemene banken in deposito's bij spaarinstellingen leiden in de Verenigde Staten tot bijzondere gevolgen. Dit houdt verband met de wettelijke bepalingen voor de algemene banken, die voor de spaar- en termijndeposito's een kleinere kasverhouding voorschrijven dan voor de direct opeisbare verplichtingen (10% - 22% voor de crediteurensaldi, 3% - 10% voor de middelen die voor een lange termijn zijn toevertrouwd).<sup>23)</sup> Een dergelijke mutatie in de financiële activa der economische subjecten verslechtert de relatieve kaspositie van de handelsbanken, daar de verhouding van de direct opvraagbare tegoeden t.o.v. de termijndeposito's is toegenomen. Indien er geen overvloedige kasmiddelen zijn, houdt deze mutatie een kredietcontractie in voor de algemene banken. De kredietexpansie door de spaarinstellingen wordt dus voor een deel gecompenseerd door de kredietinkrimping bij de geldscheppende banken. Het uiteindelijk resultaat is een netto-krediettoename die zich openbaart bij de niet geldscheppende financiële instellingen.

---

<sup>21)</sup> W. L. Smith: Financial intermediaries and monetary controls, *Quarterly Journal of Economics*, november 1959, p. 539.

<sup>22)</sup> Federal Reserve Bulletin, januari 1968, p. A 31-32.

<sup>23)</sup> Federal Reserve Bulletin, januari 1968, p. A -10.

Balanstechnisch kunnen we deze omzettingen als volgt weergeven:

algemene banken		spaarinstellingen	
termijndeposito's	—	algemene bank	+
tegoeden spaarbank	+	algemene bank	—
tegoeden spaarbank	—	kredieten	+
andere tegoeden	+		

We zien dus dat door deze transacties de activa en passiva der algemene banken niet veranderen, maar dat bij de spaarinstellingen wel een balansverlenging is ontstaan. Hier is aangenomen dat de aangetrokken deposito's die door de spaarinstellingen worden belegd of uitgeleend, weer naar de algemene banken terugvloeien als direct opeisbare tegoeden of bij de algemene banken zijn gebleven.

Het netto bedrag aan potentiële kredietexpansie dat door een dergelijke omzetting ontstaat is afhankelijk van de resp. kaspercentages die de algemene banken moeten aanhouden tegenover de termijn- en spaardeposito's en tegenover de rekening courant saldi en tevens van het hiervoor reeds genoemde „multiplicator-effect” bij de niet geldscheppende instellingen, dat via de inkomensstromen werkt.

Hogan <sup>24)</sup> gaat nog iets verder en stelt dat de kredietexpansie door de niet-geldscheppende instellingen, op basis van de nieuw aangetrokken deposito's een vergroting van de economische bedrijvigheid impliceert. Een gedeelte van de verstrekte kredieten zal worden gebruikt voor bestedingen in het buitenland, terwijl de hiervoor benodigde vreemde valuta slechts van de centrale bank kunnen worden verkregen, waardoor de relatieve kaspositie der algemene banken wordt aangetast. Verder zal de met de kredietvergroting gepaard gaande inkomensexpansie aanleiding geven tot additionele belastingbetalingen aan de overheid, waardoor eveneens het kredietpotentieel der algemene banken wordt vermindert. Hij concludeert, dat de totale toename der ter beschikking staande financieringsmiddelen en de vereiste kredietaanpassing bij het algemene bankwezen afhankelijk zijn van het kaspercentage bij de handelsbanken en de „lekken” die verband houden met de betalingen aan de overheid en aan het buitenland.

Teneinde deze door renteverschillen geïnduceerde kredietexpansie der niet-geldscheppende instellingen te compenseren, kan de centrale bank overgaan tot het nemen van maatregelen die een verdere kredietcontractie bij het geldscheppende bankwezen bewerkstelligen. Dit zal echter

<sup>24)</sup> W. P. Hogan: Monetary policy and the financial intermediaries, The Economic Record, dec. 1960, p. 521-529.

sterk discriminerend werken, doordat de handelsbanken de volle last van de verkrappende politiek ondervinden. Hogan merkt in dit verband op: „... the trading banks have to accomodate themselves to credit activities outside their control”.<sup>25)</sup>

De mutaties in de financiële activa kunnen ook betrekking hebben op conversies van opgepote handelsbanktegoeden, die voor een deel plaatsvinden in termijndeposito's bij de algemene banken zelf en voor een ander deel in vorderingen op de spaarinstellingen.

S stelt het bedrag voor aan dollars dat wordt omgezet in vorderingen op financiële instellingen die een secundair liquiditeitskarakter dragen (termijndeposito's bij handelsbanken, spaardeposito's bij „mutual savings banks” en „savings and loan associations”).  $R_t$  is het kaspercentage dat de handelsbanken aanhouden tegenover de termijndeposito's,  $R_d$  is het kaspercentage dat betrekking heeft op de direct opvraagbare tegoeden en  $R_i$  is het usantiële kaspercentage bij de spaarinstellingen.

Indien  $L$  de verhouding aangeeft waarin de omzetting plaatsvindt (termijndeposito's t.o.v. de vorderingen op de spaarinstellingen) dan kan het totale aanbod van leenfonds, voortvloeiende uit genoemde mutatie in de financiële activa, als volgt worden weergegeven:

$$S \left[ L \left( 1 - \frac{R_t}{R_d} \right) + (1-L) (1-R_i) \right]$$

Naarmate  $R_i$ ,  $R_t$  of groter zijn en  $R_d$  kleiner zal het effect op het totale aanbod van leenfonds kleiner zijn.<sup>26)</sup>

Bij de volgende kwantitatieve waarden voor de diverse coëfficiënten, ( $R_d = 0,18$ ,  $R_t$  en  $R_i = 0,04$  en  $L = 0,50$ ) zal de toename van het totale kredietaanbod in de volkshuishouding, resulterende uit een conversie van handelsbanktegoeden in termijndeposito's bij handelsbanken en vorderingen op spaarinstellingen, 87% bedragen van het bedrag der initiële omzetting.

De volgende tabel is ontleend aan de empirische onderzoeken van Benavie betreffende de periode 1952-1960.<sup>27)</sup>

<sup>25)</sup> T.a.p. p. 525.

<sup>26)</sup> A. Benavie: Intermediaries and Monetary Policy, University of Michigan, 1965 p. 23-27.

Voor dezelfde algebraïsche formulering, zie:

W. L. Smith: Financial intermediaries and monetary controls, Quarterly Journal of Economics, nov. 1959, p. 532-553.

J. M. Henderson: Monetary reserves and credit control, American Economic Review, juni 1960, p. 351-357.

<sup>27)</sup> A. Benavie, T.a.p. p. 58.

Kolom 4 is kolom 3 vermenigvuldigd met 87%.

jaar	procentuele veranderingen in de rentevergoeding op tegoeden met een semi- liquiditeits karakter	veranderingen in de stroom van geldmiddelen naar de niet-bancaire financiële instellingen	veranderingen in het totale aanbod van leenfondsen in mrd. dollars
1952 1e half jaar	— .01	— .04	— .04
2e half jaar	.05	.20	.17
1953 1e half jaar	— .03	— .12	— .10
2e half jaar	.01	.04	.04
1954 1e half jaar	— .03	— .12	— .10
2e half jaar	— .05	— .20	— .17
1955 1e half jaar	— .03	— .12	— .10
2e half jaar	0	0	0
1956 1e half jaar	.02	.08	.07
2e half jaar	.07	.28	.24
1957 1e half jaar	.19	.76	.66
2e half jaar	.04	.16	.14
1958 1e half jaar	.04	.16	.14
2e half jaar	— .08	— .32	— .28
1959 1e half jaar	.01	.04	.04
2e half jaar	.04	.16	.16
1960 1e half jaar	.08	.32	.28

Uit bovenstaande tabel blijkt dat de periode van goedkoop geldpolitiek (1953-1954) aanleiding heeft gegeven tot een verschuiving in de financiële activa uit de geldsubstitutiesfeer en in de geldsfeer, waardoor het totale kredietaanbod gedurende het jaar 1954 en het eerste halfjaar van 1955 is afgenomen.

De restrictieve monetaire politiek in de jaren 1955-1957, die met een rentestijging gepaard ging, heeft de vraag naar geldsubstituten doen toenemen waardoor het totale kredietaanbod per saldo een stijging vertoonde in de jaren 1956, 1957 en het eerste half jaar 1958. Uit tabel I (zie blz. 177) valt op te maken, dat in de genoemde periode van expansieve en restrictieve geldpolitiek de omloopsnelheid van het geld eveneens een wijziging heeft ondergaan en wel zodanig dat we kunnen stellen, dat de omloopsnelheid positief gecorreleerd is met de veranderingen in de

rente-vergoedingen op de passiva die als geldsubstituut fungeren. „The continual postwar rise in income velocity after 1950, is primarily due to an increasing attractiveness of non-bank intermediary liabilities in terms of their improved quality, and also in terms of a rise in relative yield differentials of non-bank intermediary liabilities vis-à-vis commercial bank liabilities” <sup>28)</sup>.

III. Een voorgenomen uitbreiding van de bestedingen kan, in weerwil van het restrictieve monetaire beleid, ook nog op andere wijze worden uitgevoerd. De niet-geldscheppende instellingen kunnen nl. een wijziging aanbrengen in de samenstelling van hun beleggingsportefeuille en overgaan tot het afstoten van een gedeelte van hun bezit aan overheids papier, waarbij de opbrengst weer belegd zal worden in hoger renderende schuldtitels van de particuliere sector. Voorzover deze overheidspapieren worden gekocht door bezitters van inactieve geldmiddelen en de opbrengst wordt gebruikt voor de financiering van bestedingsuitgaven, hebben de activiteiten van de niet geld-scheppende instellingen geleid tot monetaire ontpottingen en vergroting van de omloopsnelheid van het geld. Indien de aankoop van dit overheidspapier wordt gefinancierd met actief geld, kan deze transactie als monetair neutraal worden beschouwd, daar elders bestedingen zijn afgenomen.

Deze mutaties in de activa van de niet-geldscheppende instellingen hebben een inflatoir effect, tenzij de stijgende rentevoeten als gevolg van de verkoop van schuldtitels van de overheid, elders de bestedingen hebben verminderd, zodat, per saldo de totale bestedingen geen stijging te zien geven. Heeft daarentegen een betrekkelijk geringe verhoging van de rentepercentages een aanzienlijke vergroting van het aanbod van inactief geld tot gevolg, of zijn de bestedingen vrij interest-inelastisch dan zullen de totale bestedingen toenemen. Het bedrag van deze toename geeft aan in welke mate de effectiviteit van het monetaire beleid is aangetast. <sup>29)</sup>

Smulders wijst er op dat een eventuele verschuiving van overheidsobligaties naar particuliere obligaties vermoedelijk steeds van bescheiden omvang zal blijven. Het is nl. voor de institutionele belegger zeer moeilijk, zo niet onmogelijk, om het risico te schatten, dat verbonden is aan belegging in de particuliere obligaties en om dit extra risico af te

---

<sup>28)</sup> Tong Hun Lee: Substitutability of non-bank intermediary liabilities for money, *Journal of Finance*, september 1966. Zie ook: G. S. Laumas: The degree of money-ness of savings deposits, *American Economic Review*, juni 1968, p. 501-503.

<sup>29)</sup> J. R. Schlesinger: Monetary policy and its critics, *Journal of Political Economy*, dec. 1960, p. 601-616.  
en W. L. Smith: Some unsettled issues in monetary policy, in *Money, Financial Institutions and the Economy*, 1965, p. 341.



wegen tegen een hoger rendement <sup>30)</sup>). De niet-geldscheppende instellingen voeren een zg. statische beleggingspolitiek, waarbij men de voorkeur geeft aan risico-mijdende beleggingsobjecten, die een zo groot mogelijke stabiliteit van de hoofdsom en het inkomen waarborgen.

Verder moet in dit verband nog worden vermeld de werking van het „lock-in effect”. Dit betekent dat een stijging van de rentevoet in een periode van kredietrestricties een daling van de obligatiekoersen en van de koersen van schatkistpapier teweegbrengt, waardoor een liquidatie van deze schuldtitels vanwege het daarmee gepaard gaande kapitaalverlies, wordt verhinderd. <sup>31)</sup>

Bij de algemene banken, die in het algemeen overheidspapier met een kortere looptijd aanhouden dan de niet-geldscheppende instellingen omdat ze voor een ruimere liquiditeit moeten zorgen, ligt de zaak enigszins anders. Bosman merkt op dat deze geldscheppende banken, indien zij over een liquiditeit beschikken die het bedrijfseconomisch minimum overstijgt, sneller zullen overgaan tot een liquidatie van het kortlopend overheidspapier teneinde te kunnen voorzien in de kredietbehoeften van de particuliere sector <sup>32)</sup>). Deze opvatting wordt door de onderzoeken van Smith bevestigd. De handelsbanken in de Verenigde Staten hebben in de periode van „monetary ease” (1953-1954) een grote portefeuille kortlopend schatkistpapier opgebouwd. Deze schuldtitels werden in de periode van kredietschaarste (1955-1957) wederom afgestoten. Van ultimo 1954 tot midden 1957 nam de kredietverlening aan de particuliere sector toe met \$ 22,5 mrd.

De voor de kredietverlening aan de particuliere sector benodigde fondsen werden voor een bedrag van \$ 14,5 mrd verkregen uit de verkoop van het overheidspapier (64% van het totaal) en voor \$ 7 mrd. uit een vergroting van de hun toevertrouwde middelen i.c. termijndeposito's. (31,1% van het totaal).

Smith is van mening dat de deflatoire effecten, voortvloeiende uit de liquidatie van dit overheidspapier veel minder sterk zijn geweest dan de inflatoire effecten als gevolg van de toegenomen kredietverlening aan de particuliere sector, waardoor dit proces per saldo inflatoir was en de effectiviteit van het monetaire beleid sterk werd afgezwakt.

Ook de opvatting van Smulders wordt door Smith bevestigd. In de periode van inflatie en kredietrestricties (1954-1957), werd de kredietver-

<sup>30)</sup> A. A. J. Smulders: Pressiegroepen en inflatie in de Verenigde Staten, diss. Tilburg, 1963, p. 196-203.

<sup>31)</sup> A. A. J. Smulders: t.a.p. p. 146.

Samuel B. Chase: the Lock-in effect: Bank reactions to security losses, in Money and Economic Activity, 1961, p. 171-177.

<sup>32)</sup> H. W. J. Bosman: Amerikaanse opvattingen over monetaire politiek, p. 20. Uitgave van het Instituut voor Sociale Wetenschappen, Den Haag 1963.

lening aan de particuliere sector door de niet-geldscheppende instellingen (hier incl. de levensverzekeringsmaatschappijen en de pensioenfondsen) met \$ 47,9 mrd. uitgebreid. De hiervoor benodigde financieringsmiddelen werden slechts voor \$ 0.8 mrd. (1,7% van het totaal) verkregen uit de liquidatie van overheidspapier,<sup>33)</sup> waaruit moge blijken dat de verkopen van overheidspapier een onbelangrijke financieringsbron vormen voor de niet-geldscheppende instellingen. We zien dat de kredietverlening der handelsbanken een veel grotere flexibiliteit vertoont dan dit bij de niet-geldscheppende instellingen het geval is. Deze laatste groep preferert het verstrekken van kredieten op lange termijn, zoals hypothecaire kredieten, kredieten voor financiering van investeringen in vaste activa, alsmede kredieten ter financiering van overheidsinvesteringen.

IV Een vierde conversiemogelijkheid t.a.v. de financiële activa heeft betrekking op de omzetting van geldsubstituten in verhandelbare waardepapieren (schatkistpapier en papier van het bedrijfsleven).

In een periode van een geldverkrappende monetaire politiek zullen de opbrengstvoeten van sommige waardepapieren sneller stijgen dan de rentevergoeding op termijndeposito's bij handelsbanken en op de spaartegoeden bij de „savings and loan associations” en de „mutual savings banks”. Deze situatie was o.a. actueel tijdens de perioden van krediet-schaarste (1959-1960, december 1965-oktober 1966, en het eerste half jaar 1968), waarin de rendementen van de verhandelbare waardepapieren de renteplafonds bij de algemene banken en bij de genoemde spaarinstellingen te boven gingen. In deze periode is de stroom van geldmiddelen naar de algemene banken en niet-geldscheppende instellingen sterk afgenomen. Dit vanwege het feit dat het publiek is overgegaan tot rechtstreekse aankopen van deze hoger renderende markt-wardepapieren, waardoor het kredietaanbod van de niet-geldscheppende instellingen aanzienlijk is teruggelopen in 1966.<sup>34)</sup>

Indien de verandering in de beleggingsvoorkeur der economische subjecten aanleiding geeft tot een omzetting van tegoeden bij spaarinstellingen in hoger renderende markt-wardepapieren, zullen deze niet-monetaire instellingen hun aankopen van deze waardepapieren verminde-

---

<sup>33)</sup> W. L. Smith: Some unsettled issues in monetary policy, in *Money, Financial Institutions and the Economy*, 1965, p. 339-343.

<sup>34)</sup> In september 1966 hebben de Federal Deposit Insurance Corporation en de Federal Home Loan Bank ook maximale rentepercentages vastgesteld voor de spaartegoeden bij resp. de „mutual savings banks” en de „savings and loan associations”. Dit vond plaats om de verdere escalatie van de rentevoeten a.g.v. de onderlinge concurrentie der financiële instellingen tegen te gaan.

Zie: Federal Reserve Bulletin, december 1966, p. 1749 en het Annual Report, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1966, p. 32-34.

ren. Deze reductie zal betrekking hebben op dat gedeelte van de omgezette tegoeden, dat voordien niet als reserve werd aangehouden. De bedoelde conversie voor een bedrag van \$ 100, zal een vermindering van de beleggingen betekenen voor de spaarinstellingen met een bedrag van \$ 96, indien het kaspercentage 4 bedraagt. Het netto aanbod van leenfondszen zal hierdoor per saldo toenemen met \$ 4.

Heeft daarentegen de omzetting betrekking op termijndeposito's bij de algemene banken, dan is deze invloed aanzienlijk groter. De toename van de aankopen van verhandelbare waardepapieren door de niet-financiële sector zal gedeeltelijk worden gecompenseerd door een vermindering van deze aankopen door de algemene banken. Immers, tengevolge van een mutatie in de structuur der passiva bij de handelsbanken zal een groter deel van de kasmiddelen worden gebonden, daar deze instellingen, zoals reeds eerder werd gesteld, een hoger kaspercentage aanhouden tegenover de direct opeisbare passiva dan tegenover de termijndeposito's.

Stel dat termijndeposito's voor een bedrag van \$ 100 worden omgezet in giraal geld, bestemd voor de financiering van de aankoop van genoemde waardepapieren. Indien de kasverhouding tegenover termijndeposito's en crediteurensaldi resp. 4 en 18 bedraagt, dan zal deze mutatie leiden tot een extra absorptie van de kasmiddelen voor een bedrag van \$ 14. De hieruit voortvloeiende vermindering van de uitzettingen bij de algemene banken is gelijk aan het product van de reciproke van het kaspercentage (18) en de vermindering van de beschikbare reserves (\$ 14).

Overeenkomstig de reeds bij de eerste conversiemogelijkheid gebruikte notatie, kunnen we nu de toename van de additioneel ter beschikking gestelde financieringsmiddelen als volgt weergeven: <sup>35)</sup>

$$SL \left[ 1 - \frac{R_d - R_t}{R_d} \right] + S (1 - L) [1 - (1 - R_i)]$$

of

$$S \left[ L \cdot \frac{R_t}{R_d} + (1 - L) \right] R_i$$

Indien de coëfficiënten wederom dezelfde kwantitatieve waarden aannemen, zal een dergelijke omzetting een toename van de leenfondszen betekenen die gelijk is aan 13% van het initiële conversiebedrag. De em-

<sup>35)</sup> A. Benavie t.a.p. p. 63-64.

S stelt hier het bedrag voor aan dollars dat wordt omgezet van geldsubstituten in girale tegoeden bij de algemene banken. Een gedeelte van de omzetting heeft betrekking op termijndeposito's bij de algemene banken (S.L), de rest (S (1-L)) heeft betrekking op tegoeden bij de niet-geldscheppende instellingen.

pirische onderzoeken van Benavie tonen aan, dat in de periode 1952-1960, de veranderingen in het totale aanbod van leenfonds en als gevolg van bovengenoemde conversie van financiële activa aanzienlijk kleiner waren dan de mutaties die resulteerden uit de omzetting van handelsbanktegoeden in geldsubstituten.

Het voorgaande samengevat kunnen we stellen dat de stijgende rentevoeten als gevolg van een monetair beleid gericht op een beperking van het geldaanbod en op een terugdringen van de totale bestedingen, een substitutie-proces in werking kunnen zetten waardoor de in-actieve geldmiddelen worden gemobiliseerd en de omloopsnelheid van het geld toeneemt.

Volgens Ritter zijn deze veranderingen in de omloopsnelheid van groot belang, omdat de orthodoxe anti-inflationaire monetaire politiek, die de nadruk legt op een regulering van de reserves der handelsbanken, vaak een te abrupte invloed uitoefent waardoor het gevaar kan ontstaan van een ontwrichting en verstoring van de geld- en kapitaalmarkt. De veranderingen in de omloopsnelheid verschaffen dan a.h.w. de gewenste veiligheidsklep waardoor de invloed van mutaties in de geldhoeveelheid enigermate wordt gereguleerd. De auteur spreekt in dit verband van een „built-in shock absorber represented by variations in velocity”.<sup>36)</sup>

Daarentegen zijn in de afgelopen jaren in de literatuur verschillende voorstellen gedaan om het toezicht van de monetaire autoriteiten tot de niet-geldscheppende financiële instellingen uit te breiden.

Een van de meest voor de hand liggende middelen is de introductie van een verplichte kasverhouding („reserve requirements”), analoog aan de kasverhouding die geldt bij de algemene banken.

Een dergelijke toepassing van een verplicht aan te houden kaspercentage zal het kredietpotentieel van de niet-geldscheppende instellingen verminderen, daar een gedeelte van de toevertrouwde spaargelden wordt gebonden zodat de hiervoor genoemde kredietvermenigvuldiger kleiner wordt. Bovendien kan de kasreserveverplichting aanleiding geven tot een relatieve daling van de winstgevendheid met als gevolg dat deze instellingen de rentevergoeding op de nieuw aan te trekken spaargelden enigszins zullen moeten verlagen.

Een andere meer indirecte wijze om de voor kredietverlening beschikbare middelen van deze niet-geldscheppende instellingen te verminderen bestaat in een verplichting voor de algemene banken, een deel van hun beleggingen aan te houden in niet verhandelbaar overheidspapier. Hierdoor zullen de algemene banken in tijden van kredietverkrapping niet

---

<sup>36)</sup> L. S. Ritter: "Income Velocity and Monetary Policy", American Economic Review, Maart 1959, p. 127.

meer in staat zijn via liquidatie van dit overheidspapier de kredietverlening aan de particuliere sector uit te breiden. De excessieve geldvraag zal er dan waarschijnlijk toe leiden dat de geldsubstituten bij de niet-monetaire-instellingen worden omgezet in direct opvraagbare tegoeden bij de handelsbanken. De reservepositie en kredietverleningscapaciteit van de niet-geldscheppende instellingen zullen hierdoor weliswaar worden aangetast,<sup>37)</sup> maar de voorgenomen uitbreiding der bestedingen zal toch worden verwezenlijkt.

De groei en de kredietexpansie van de financiële instellingen die niet onder monetair toezicht zijn geplaatst kan men ook verminderen door de concurrentievoorwaarden van de handelsbanken met de spaarinstellingen gelijk te trekken.

De handelsbanken zullen meer armslag hebben bij het aantrekken van spaargelden indien het discriminerend voorschrift, dat de rentevergoeding op bij de algemene banken aangehouden spaar- en termijndeposito's aan een maximum bindt, zal worden opgeheven.

Vanaf het einde van de tweede wereldoorlog tot het begin van de jaren zestig valt er een aanzienlijk grotere groeivoet te constateren bij de niet-geldscheppende instellingen dan bij de algemene banken. Daarentegen nam de groeivoet bij de handelsbanken in de jaren zestig sterk toe, vooral onder invloed van de elkaar snel opvolgende wijzigingen in de maximale rentevergoeding op de spaar- en termijndeposito's (zie tabel II blz. 178).

Onderstaande tabel geeft een overzicht van de termijndeposito's en de rentepercentages bij handelsbanken en spaarinstellingen over de periode 1947-1966,<sup>38)</sup> in (mrd. dollars) en in %.

---

<sup>37)</sup> Zie: D. Alhadeff, Credit controls and Financial Intermediaries, American Economic Review sept. 1960, p. 655-671.

<sup>38)</sup> Bron: Federal Reserve Bulletins van diverse jaren.

	Handelsbanken				Savings and loan associations				Mutual savings banks			
	stand ult. 31-12	jaarlijkse toename	gem. rente-vergoeding	stand ult. 31-12	jaarlijkse toename	gem. rente-vergoeding	stand ult. 31-12	jaarlijkse toename	stand ult. 31-12	jaarlijkse toename	gem. rente-vergoeding	
1947	35,5	1,3	0,87	9,8	1,2	2,34	17,8	1,0	17,8	1,0	1,62	
1948	36,2	0,7	0,90	11,0	1,2	2,43	18,4	0,6	18,4	0,6	1,66	
1949	36,6	0,4	0,91	12,5	1,5	2,52	19,3	0,9	19,3	0,9	1,82	
1950	36,9	0,3	0,94	14,0	1,5	2,55	20,0	0,7	20,0	0,7	1,90	
1951	38,7	1,8	1,03	16,1	2,1	2,62	20,9	0,9	20,9	0,9	1,96	
1952	41,7	3,0	1,15	19,2	3,1	2,75	22,6	1,7	22,6	1,7	2,31	
1953	45,1	3,4	1,24	22,8	3,6	2,87	24,4	1,8	24,4	1,8	2,40	
1954	48,9	3,8	1,32	27,3	4,5	2,95	26,4	2,0	26,4	2,0	2,50	
1955	50,3	1,4	1,38	32,1	4,8	3,01	28,2	1,8	28,2	1,8	2,64	
1956	52,3	2,0	1,58	37,1	5,0	3,13	30,0	1,8	30,0	1,8	2,77	
1957	57,8	5,5	2,08	41,9	4,8	3,37	31,7	1,7	31,7	1,7	2,94	
1958	65,8	8,0	2,21	48,0	6,1	3,49	34,0	2,3	34,0	2,3	3,07	
1959	67,5	1,7	2,36	54,6	6,6	3,64	35,0	1,0	35,0	1,0	3,19	
1960	73,3	5,8	2,56	62,1	7,5	4,00	36,3	1,3	36,3	1,3	3,47	
1961	82,7	9,4	2,71	70,9	8,8	4,04	38,3	2,0	38,3	2,0	3,58	
1962	98,3	15,6	3,23	80,2	9,3	4,08	41,3	3,0	41,3	3,0	3,85	
1963	112,6	14,3	3,34	91,3	11,1	4,17	44,6	3,3	44,6	3,3	3,96	
1964	127,2	14,6	3,47	101,9	19,6	4,19	48,8	4,2	48,8	4,2	4,06	
1965	147,2	20,0	3,73	110,3	8,4	4,22	52,4	3,6	52,4	3,6	4,11	
1966	158,8	11,6	4,11	114,0	3,7	4,46	55,0	2,6	55,0	2,6	4,50	

Gedurende de jaren vijftig vormden de girale tegoeden bij de handelsbanken de belangrijkste financieringsbron voor de kredietverlening. Eind 1956, juist vóór de eerste wijziging in de maximaal toegestane rentevergoeding sinds 1936, bedroegen de spaar- en termijndeposito's bij de algemene banken \$ 50,- mrd. of tewel 25% van de totale deposito's. Eind 1967 daarentegen bedroegen de totale deposito's bij deze instellingen \$ 395 mrd. waarvan 47% bestond uit spaar- en termijndeposito's.

De geweldige groei van deze deposito's was vooral mogelijk vanwege het feit dat de banken genoegen gingen nemen met een lagere winstmarge (de creditrentevoet steeg sneller dan het rendement op de kredietuitzettingen). In de jaren vijftig was men nog de mening toegedaan dat de banken weinig voordeel zouden trekken uit een politiek om via renteverhoging spaardeposito's te vergroten. Dit werd verdedigd met het oog op een vereist hoog break-even rendement d.w.z. het rendement dat de banken minimaal op de additionele kredietuitzettingen, gefinancierd met de nieuw aangetrokken deposito's, zouden moeten behalen.<sup>39)</sup>

Uit de tabel valt op te merken dat het rente-écart tussen spaartegoeden bij de spaarinstellingen en bij de algemene banken steeds kleiner is geworden. De spaarinstellingen waren niet in staat om hun credit-rente verder te verhogen teneinde hun vroegere concurrentiepositie te handhaven. Dit vanwege het feit, dat deze instellingen een zeer groot deel van hun aangetrokken middelen op lange termijn hebben belegd (hypotheken). „... a general reluctance or inability on the part of these institutions (nonbank-financial institutions) to raise rates on their own deposits and shares. The latter stemmed largely from the relatively fixed returns and long-term character of their investment portfolios which had been acquired when rates were generally appreciable lower and which inhibited these institutions from raising rates paid on claims”<sup>40)</sup>.

De algemene banken daarentegen kennen een grotere flexibiliteit t.a.v. hun beleggingen, waardoor de z.g. „built-in time lag” tussen een verhoging van de kosten (de rentevergoeding op de aangetrokken middelen) en de verhoging van de opbrengsten (het rendement op de beleggingen) korter is dan bij de niet-geldscheppende instellingen.

De termijndeposito's bij de handelsbanken zijn vooral toegenomen na de introductie van de verhandelbare termijndeposito-certificaten in 1961. De grote banken werden op deze wijze in staat gesteld aanzienlijke

<sup>39)</sup> A. Smulders: Pressiegroepen en inflatie in de Verenigde Staten, Tilburg, 1963, p. 186-196.

<sup>40)</sup> Ernest Bloch: Changes in the structure of Bank and Nonbank competition in the United States in Quarterly Review Banca Nazionale del Lavoro, maart 1968, p. 44.

Annual Report, Board of Governors of the Federal Reserve System, 1966, p. 57.

hoeveelheden tijdelijk niet benodigde liquide middelen van grote niet-financiële ondernemingen aan te trekken. Deze middelen werden voordien vooral belegd in schatkistpapier, kortlopend handelspapier en in voorde-  
ringen op de niet-geldscheppende instellingen met een semi-liquiditeits-  
karakter, omdat de banken geen rentevergoeding gaven op de direct  
opeisbare tegoeden.

De gewijzigde structuur der passiva bij de algemene banken heeft ook  
zijn invloed gehad op de samenstelling der beleggingsportefeuille.

Onderstaand tabel geeft een inzicht in de gewijzigde structuur van de  
activa der algemene banken, in mrd. dollars en in % van het totaal van  
de activa:

	1945		1967	
Reserves	\$ 34,8	21,7	\$ 77,9	17,3
Overheidspapier	90,6	56,5	62,5	13,9
Ander overheidspapier	7,3	4,6	61,5	13,6
Kredieten	26,1	16,3	236,0	52,3
rest.	1,5	0,9	13,2	2,9
Totaal	160,3	100	451,1	100

In de jaren vijftig hebben de handelsbanken aan de grote kredietvraag  
van de particuliere sector voor een groot deel kunnen voldoen door een  
liquidatie en/of niet verdere verlenging van het overheidspapier dat zij  
in de jaren veertig hadden geaccumuleerd.

De tendentie om de hogere rentekosten, verbonden aan het aantrekken  
van de spaar- en termijndeposito's te compenseren door meer langlopen-  
de en hoger renderende beleggingen (hypotheken, onderhandse lenin-  
gen aan het bedrijfsleven, papier van de lagere overheid) werd geaccen-  
tueerd in 1962, toen deze activa met \$ 13,- mrd. toenamen tegenover een  
stijging van de spaar- en termijndeposito's met \$ 15,6 mrd.

De gewijzigde concurrentieverhoudingen in de jaren zestig hebben er-  
toe geleid dat de economische bedrijvigheid steeds meer gefinancierd  
wordt door de instellingen die wel onder monetair toezicht zijn gesteld.  
In tijden van een restrictief monetair beleid zal nu onder invloed van de  
gewijzigde renteplafonds bij de algemene banken het grote rente-écart  
uit de jaren vijftig tot het verleden gaan behoren, waardoor de activi-  
teiten van de niet-geldscheppende instellingen de effectiviteit van de mo-



netaire politiek in veel mindere mate kunnen aantasten dan in genoemde periode het geval is geweest.

Mocht in de toekomst blijken dat de omloopsnelheid van het geld aanzienlijk zou kunnen toenemen via de niet-geldscheppende instellingen dan dient een contrôle op deze instellingen wel ernstig te worden overwogen. Deze contrôle kan dan de vorm aannemen van het voorschrijven van een verplichte kasverhouding t.o.v. de toevertrouwde middelen aangevuld met een kwalitatieve kredietcontrôle die vooral gericht zou kunnen zijn op enkele strategische punten zoals bijvoorbeeld een reglementering van het bedrag en de leningsvoorwaarden bij het afbatalingsstelsel.

TABEL I

*Kwartaal cijfers betreffende de inkomens omloopsnelheid van het geld in de periode 1950-1967 \*), in de Verenigde Staten*

jaar- kwar- taal	bruto nat. prod. tegen marktprijzen	geldhoe- veelheid	omloop snelheid	jaar- kwar- taal	bruto nat. prod. tegen marktprijzen	geldhoe- veelheid	omloop snelheid
1950-1	265,8	109,0	2,44	1959-1	472,2	139,6	3,38
2	274,4	110,5	2,48	2	488,5	140,6	3,47
3	293,2	112,1	2,62	3	482,3	141,1	3,42
4	304,5	113,5	2,68	4	488,3	140,4	3,48
1951-1	317,8	114,8	2,77	1960-1	501,5	139,7	3,59
2	326,4	115,6	2,82	2	506,4	138,6	3,65
3	333,8	117,0	2,85	3	505,1	138,4	3,65
4	338,1	119,4	2,83	4	504,5	139,1	3,63
1952-1	341,0	121,0	2,82	1961-1	500,8	139,9	3,58
2	341,3	122,5	2,79	2	516,1	140,9	3,66
3	347,0	123,4	2,81	3	525,8	141,4	3,72
4	385,6	124,3	2,88	4	542,2	143,5	3,78
1953-1	364,5	125,0	2,92	1962-1	547,8	145,7	3,76
2	368,8	125,9	2,93	2	557,2	145,6	3,83
3	367,1	126,0	2,91	3	564,4	145,3	3,88
4	361,0	126,5	2,85	4	572,0	147,6	3,88
1954-1	360,0	126,6	2,84	1963-1	577,0	148,9	3,88
2	358,9	126,8	2,83	2	583,1	149,8	3,89
3	362,0	127,9	2,83	3	593,1	151,6	3,91
4	370,8	129,5	2,86	4	603,6	153,2	3,94
1955-1	384,3	131,0	2,93	1964-1	614,0	154,2	3,98
2	393,0	131,9	2,98	2	624,2	155,6	4,01
3	403,4	132,5	3,04	3	634,8	158,0	4,02
4	408,9	132,2	3,09	4	641,1	159,7	4,02
1956-1	410,6	133,3	3,08	1965-1	657,6	160,3	4,10
2	415,0	133,7	3,10	2	668,8	161,8	4,13
3	421,0	133,7	3,15	3	681,5	164,3	4,15
4	430,0	134,1	3,21	4	694,6	167,2	4,15
1957-1	438,5	134,6	3,26	1966-1	725,9	169,3	4,29
2	442,1	134,6	3,28	2	736,7	171,1	4,31
3	448,3	134,7	3,33	3	748,7	170,5	4,39
4	442,3	133,8	3,31	4	762,1	170,4	4,47
1958-1	432,9	133,6	3,24	1967-1	766,3	173,1	4,43
2	437,2	134,9	3,24	2	775,1	176,2	4,40
3	447,0	136,3	3,28	3	791,2	179,2	4,42
4	460,6	138,1	3,34	4	811,0	181,3	4,47

\*) Bron: Federal Reserve Bulletin en Survey of Current Business. De geldhoeveelheid in mrd. dollars heeft betrekking op de direct opvraagbare deposito's bij het geldscheppende bankwezen en de chartale circulatie in handen van niet-banken.

TABEL II

*Maximale rentevergoeding over spaar- en termijndeposito's  
bij de algemene banken 1936-1968 in % \*)*

	1-1 -1936	1-1 -1957	1-1 -1962	17-7 -1963	24-11 -1964	6-12 -1965
<i>Spaardeposito's:</i>						
tot 1 jaar	2,5	3,0	3,5	3,5	4,0	4,0
langer dan 1 jaar	2,5	3,0	4,0	4,0	4,0	4,0
<i>Termijndeposito's:</i>						
tot 3 maanden	1,0	1,0	1,0	1,0	4,0	5,5
3-6 maanden	2,0	2,5	2,5	4,0	4,5	5,5
6 maanden - 1 jaar	2,5	3,0	3,5	4,0	4,5	5,5
langer dan 1 jaar	2,5	3,0	4,0	4,0	4,5	5,5

	20-7 - 1966	26-9 - 1966	19-4 - 1968
<i>Spaardeposito's:</i>	4,0	4,0	4,0
<i>Termijndeposito's:</i>			
multiple maturity:			
tot 3 maanden	4,0	4,0	4,0
langer dan 3 maanden	5,0	5,0	5,0
single maturity:			
deposito's minder dan \$ 100.000	5,5	5,0	5,0
\$ 100.000 of meer:			
tot 2 maanden	5,5	5,5	5,5
2-3 maanden	5,5	5,5	7,5
3-6 maanden	5,5	5,5	6,0
langer dan 6 maanden	5,5	5,5	6,25

\*) Bron: Annual Report of the Board of Governors, 1967, p. 363 en Federal Reserve Bulletin, augustus 1968, p. A-11.